



제약/바이오 (Positive)

중견제약사 밸류에이션에 대한 고민

▶ Analyst 신재훈 jaehoon.shin@hanwha.com 3772-7687

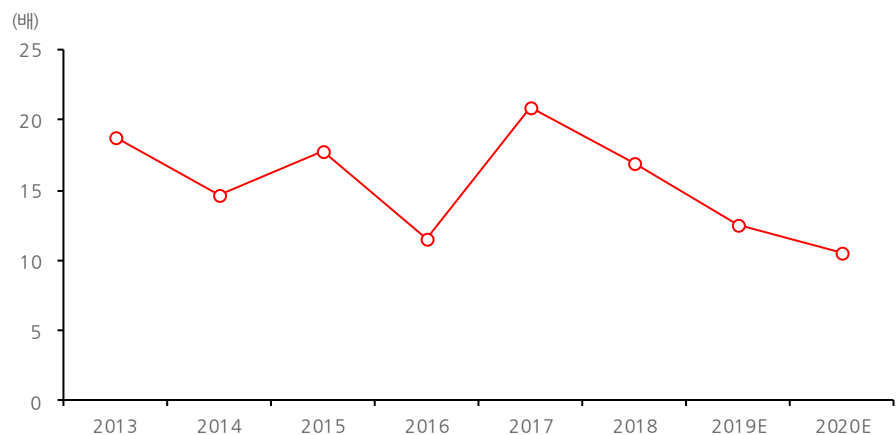
중견제약사 밸류에이션에 대한 고민

중견제약사의 밸류에이션에 대한 고민이 필요한 시점이다. 일괄 약가인하가 있었던 2012년 이후 최저치인 PER 10배 수준에 와있기 때문이다. 바이오 전성시대에 중견제약사의 밸류에이션을 논하는 것이 고루해 보일 수 있지만, 지난 7년간 중견제약사(동사 커버리지 기준 - 동국제약, 보령제약, 삼진제약, 대원제약)의 평균 PER은 16배라는 부분과, 안정적인 실적, 높은 배당, 그리고 기업가치 제고를 위한 투자가 되어있다는 점을 감안하면 이 업체들의 평균 PER 10배는 가혹한 수준이라고 생각한다. 동국제약(그림 4)은 사업부의 고른 성장과 화장품 사업의 성공으로 지난 3년간 평균 20%에 가까운 이익 성장을 시현했으며, 올해도 전년과 비슷한 성장을 계획하고 있다. 게다가 화장품 및 건식식 사업의 확대 및 바이오시밀러 CMO 등의 향후 성장동력까지 확보하였음에도 불구하고 Trading PER은 10배 수준으로 형성되어 있다. 보령제약(그림 5)은 수익성 제고를 위한 경영진의 노력과 IPO를 앞둔 바이젬셀의 가치를 인정받아 중견제약사 중에서는 그나마 과거 평균 수준의 밸류에이션을 받고 있다. 대원제약(그림 3)은 2017년 세무조사 이후 본업 정상화 및 신사업 OTC 매출증가로 인한 실적신장에도 불구하고 PER 10배 이하로 거래되고 있다. 삼진제약은 2018-19년 세무조사에 따른 이익감소 및 제한된 영업환경에 기인하여 부진한 실적을 기록하여 주가가 큰 폭으로 하락한 상태이다. 하지만 올해는 영업 정상화로 인하여 실적회복이 예상되고, 향후에도 기존과 유사한 수준인 연간 10% 내외의 꾸준한 이익성장을 계획하고 있음을 감안하면, 현재 PER 8배는 매우 저평가된 수준이라고 판단한다.

삼진제약 4만원, 대원제약 2.1만원으로 커버리지 개시, 동국제약 13만원으로 상향

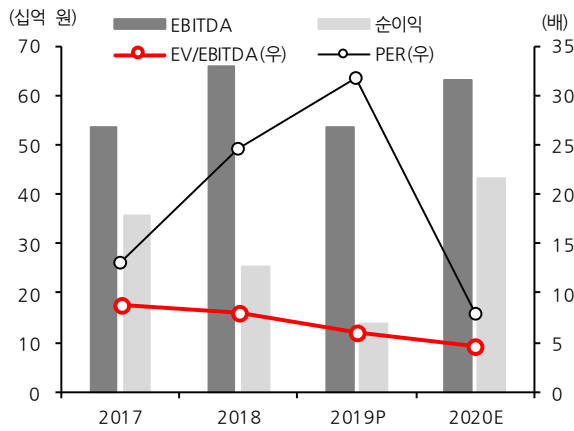
중견제약사인 삼진제약과 대원제약의 커버리지를 개시한다. 목표주가는 중견제약사의 과거 평균 PER 하단인 13배를 적용하여 삼진제약 4만원, 대원제약 2.1만원으로 산정하였다. 동국제약은 상단인 16배를 적용하여 목표주가를 기존 11만원에서 13만원으로 상향한다. 상승여력(2/20 종가기준)으로 본 중견제약사 최선호주는 삼진제약(+60%)이며, 그 다음으로는 동국제약 +43%, 대원제약 +38% 순서이다.

[그림1] 2013년 이후 중견 제약사 평균 PER 추이



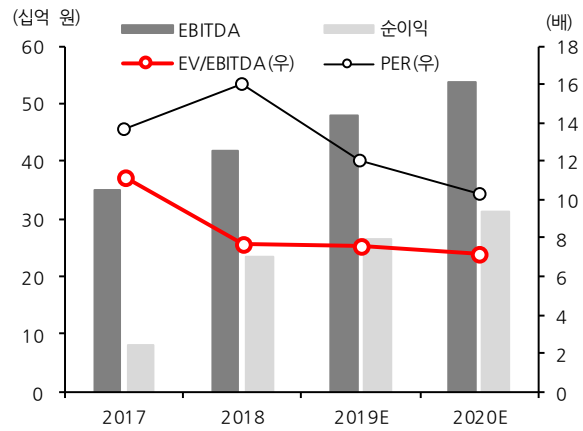
주: 동사 커버리지 기준인 보령제약, 동국제약, 대원제약, 삼진제약
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼진제약 수익성 및 밸류에이션 추이



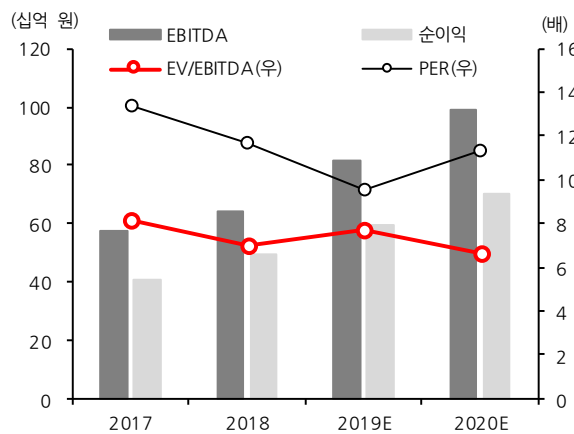
자료: 삼진제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 대원제약 수익성 및 밸류에이션 추이



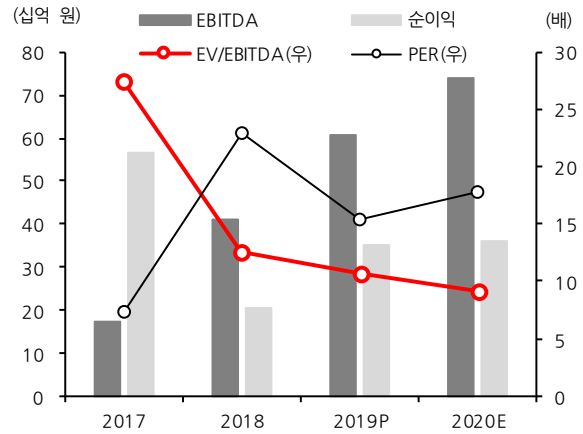
자료: 대원제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 동국제약 수익성 및 밸류에이션 추이



자료: 동국제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 보령제약 수익성 및 밸류에이션 추이



자료: 보령제약, 한화투자증권 리서치센터



삼진제약 (005500)

현재 우리나라에서 제일 싼 제약회사

▶ Analyst 신재훈 jaehoon.shin@hanwha.com 3772-7687

Buy (신규)

목표주가(신규): 40,000원

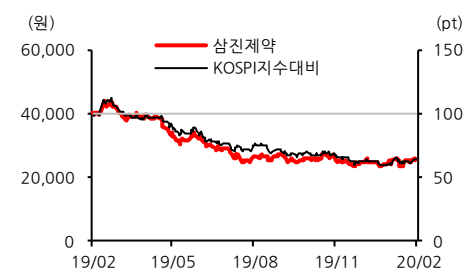
현재 주가(2/20)	25,000원
상승여력	▲60.0%
시가총액	3,475억원
발행주식수	13,900천주
52 주 최고가 / 최저가	44,350 / 23,350원
90 일 일평균 거래대금	20.35억원
외국인 지분율	18.2%
주주 구성	
조직원 (외 2 인)	12.9%
자사주 (외 1 인)	11.5%
최소주 (외 3 인)	9.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.0	-4.8	-5.7	-38.2
상대수익률(KOSPI)	2.0	-8.1	-17.7	-36.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019P	2020E	2021E
매출액	260	242	255	271
영업이익	60	47	57	61
EBITDA	66	53	63	68
지배주주순이익	26	14	43	47
EPS	1,836	n/a	3,101	3,414
순차입금	-35	-33	-61	-89
PER	21.9	n/a	8.1	7.3
PBR	2.7	2.2	1.4	1.2
EV/EBITDA	7.9	8.1	4.5	3.8
배당수익률	2.0	2.4	3.2	3.2
ROE	12.8	6.7	19.1	18.2

주가 추이



항상 실적으로 보여주는 삼진제약이 세금문제로 시끄러운 상황을 정리하고 다시 성장에 돌입합니다. 올해 실적은 2018 년도 수준으로의 회복을 계획하고 있습니다. 현재 PER 8 배, 현재 우리나라에서 제일 싼 제약회사 삼진제약의 커버리지를 개시합니다.

2018-19년도 세무조사 이슈 마무리

삼진제약은 2018년 세무조사로 인하여 193억원의 추징금과 2019년 소득귀속 불분명의 사유로 인한 대표이사 인정상여 소득처분에 따른 추납분 220억원을 납부하였다. 이로 인하여 영업환경은 제한되었고 결국 실적부진으로 이어져 주가는 큰 폭으로 하락하였다. 하지만 올해는 이번 이슈를 마무리하고 다시 정상적인 영업으로 실적 회복을 계획하고 있다.

2019 Review & 2020 Preview

삼진제약의 2019년도 실적은 매출액 2,419억원(-7.0% YoY), 영업이익 471억원(-20.8% YoY), 당기순이익 139억원(-45.4% YoY)를 기록하였다. 실적부진은 제한적인 영업환경으로 인한 ETC 매출감소에 기인하였으며, 순이익은 추징금 납부가 반영되었다. 사업부문별 매출액은 ETC 1,900억원(-11.0% YoY), OTC 363억원(+7.0% YoY), 수출 51억원, 기타 106억원을 기록하였다. 2020년 실적은 매출액 2,553억원(+5.5% YoY), 영업이익 569억원(+20.7% YoY), 당기순이익 431억원(+209.2% YoY)를 전망한다. 실적 성장은 ETC 주요제품인 플레리스(항혈전제), 삼진타우로린(항생제), 뉴스타틴(고지혈증치료제), 뉴토인(치매치료제)의 처방 증가가 견인할 것으로 예상된다. 사업부문별 매출액은 ETC 2,031억원(+6.9% YoY), OTC 350억원(-3.6% YoY), 수출 56억원, 기타 116억원으로 추정하였다.

투자의견 Buy, 목표주가 40,000원으로 커버리지 개시

삼진제약에 대하여 투자의견 Buy, 목표주가 40,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2020년도 EPS에 중견제약사 평균 PER 하단인 13배를 적용하여 산정하였으며 전일 종가기준 상승여력은 +60%이다. 현재 PER은 8배 수준으로 경쟁업체 대비 저평가 되어 밸류에이션 매력도가 높다고 판단한다.

[표1] 삼진제약의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019P	2020E
매출액	60.7	61.0	61.1	59.2	63.8	65.1	65.7	60.7	241.9	255.3
YoY(%)	(5.8)	(6.9)	(7.0)	(8.0)	5.2	6.7	7.5	2.6	(7.0)	5.5
ETC	47.8	45.4	48.8	47.9	50.6	51.4	52.7	48.4	190.0	203.1
YoY(%)	(9.2)	(16.1)	(8.9)	(9.7)	5.9	13.2	7.9	1.0	(11.0)	6.9
OTC	8.8	11.4	8.5	7.7	8.9	9.1	8.8	8.2	36.3	35.0
YoY(%)	(0.1)	35.8	(3.6)	(3.7)	1.4	(20.1)	3.9	7.0	7.0	(3.6)
수출	1.4	1.3	1.1	1.2	1.4	1.5	1.3	1.4	5.1	5.6
기타	2.7	2.9	2.7	2.3	2.9	3.1	2.9	2.7	10.6	11.6
영업이익	14.8	13.9	11.8	6.6	14.5	15.9	14.9	11.6	47.1	56.9
YoY(%)	6.0	(7.9)	(20.4)	(57.7)	(1.9)	13.8	26.4	75.8	(20.8)	20.7
OPM(%)	24.3	22.9	19.3	11.2	22.7	24.4	22.7	19.1	19.5	22.3
당기순이익	11.5	(11.1)	9.2	4.4	11.1	12.4	11.5	8.1	13.9	43.1
YoY(%)	6.3	(194.8)	(19.8)	(152.1)	(3.1)	(211.2)	25.4	82.3	(45.4)	209.2
NPM(%)	18.9	(18.3)	15.1	7.5	17.4	19.0	17.6	13.3	5.8	16.9

자료: 삼진제약, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019P	2020E	2021E
매출액	245	260	242	255	271
매출총이익	136	143	122	141	151
영업이익	47	60	47	57	61
EBITDA	54	66	53	63	68
순이자손익	0	1	0	1	1
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	46	60	24	57	62
당기순이익	36	26	14	43	47
지배주주순이익	36	26	14	43	47
증가율(%)					
매출액	2.5	6.0	-7.0	5.5	6.2
영업이익	11.6	26.8	-20.8	20.7	7.7
EBITDA	9.4	22.8	-18.9	18.4	7.2
순이익	18.6	-28.7	-45.4	209.2	10.1
이익률(%)					
매출총이익률	55.4	54.9	50.5	55.4	55.8
영업이익률	19.1	22.9	19.5	22.3	22.6
EBITDA 이익률	21.8	25.3	22.1	24.8	25.0
세전이익률	18.9	23.1	10.0	22.2	23.0
순이익률	14.6	9.8	5.8	16.9	17.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019P	2020E	2021E
영업현금흐름	37	30	20	47	48
당기순이익	36	26	14	43	47
자산상각비	7	6	6	6	6
운전자본증감	-11	-10	2	-2	-6
매출채권 감소(증가)	6	12	9	-1	-4
재고자산 감소(증가)	-9	-10	1	-2	-4
매입채무 증가(감소)	2	-3	-2	1	1
투자현금흐름	-9	-7	-11	-9	-9
유형자산처분(취득)	-9	-8	-8	-8	-8
무형자산 감소(증가)	0	0	-3	0	0
투자자산 감소(증가)	4	6	3	0	0
재무현금흐름	-19	-15	-10	-11	-11
차입금의 증가(감소)	-5	-4	0	0	0
자본의 증가(감소)	-9	-10	-10	-11	-11
배당금의 지급	9	10	10	11	11
총현금흐름	60	72	33	50	54
(-)운전자본증가(감소)	1	0	-2	2	6
(-)설비투자	9	8	8	8	8
(+)자산매각	0	0	-2	0	0
Free Cash Flow	50	63	24	39	40
(-)기타투자	14	15	3	1	1
잉여현금	36	48	21	39	39
NOPLAT	36	25	27	43	47
(+) Dep	7	6	6	6	6
(-)운전자본투자	1	0	-2	2	6
(-)Capex	9	8	8	8	8
OpFCF	33	23	27	40	39

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019P	2020E	2021E
유동자산	157	164	154	185	220
현금성자산	28	35	35	62	91
매출채권	76	64	56	57	61
재고자산	51	62	60	62	66
비유동자산	85	87	94	96	98
투자자산	6	6	14	14	15
유형자산	75	77	73	75	77
무형자산	4	4	7	7	7
자산총계	242	250	247	280	319
유동부채	43	38	32	33	34
매입채무	27	24	22	22	24
유동성이자부채	4	0	1	1	1
비유동부채	5	7	6	6	6
비유동이자부채	0	0	1	1	1
부채총계	48	45	37	38	40
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	24	24	24	24	24
이익잉여금	178	192	196	228	264
자본조정	-22	-24	-24	-24	-24
자기주식	-27	-27	-27	-27	-27
자본총계	193	205	210	242	278

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019P	2020E	2021E
주당지표					
EPS	2,575	1,836	n/a	3,101	3,414
BPS	13,919	14,771	15,112	17,413	20,028
DPS	800	800	800	800	800
CFPS	4,298	5,148	n/a	3,565	3,889
ROA(%)	15.3	10.4	5.6	16.3	15.8
ROE(%)	19.7	12.8	6.7	19.1	18.2
ROIC(%)	22.1	15.0	15.7	24.2	25.2
Multiples(x, %)					
PER	13.9	21.9	n/a	8.1	7.3
PBR	2.6	2.7	2.2	1.4	1.2
PSR	2.0	2.1	n/a	1.4	1.3
PCR	8.3	7.8	n/a	7.0	6.4
EV/EBITDA	8.8	7.9	8.1	4.5	3.8
배당수익률	2.2	2.0	2.4	3.2	3.2
안정성(%)					
부채비율	25.0	21.9	17.8	15.9	14.5
Net debt/Equity	-12.6	-17.2	-15.7	-25.1	-32.0
Net debt/EBITDA	-45.6	-53.7	-61.7	-96.1	-131.4
유동비율	364.0	426.3	483.4	564.1	638.8
이자보상배율(배)	323.4	1,706.8	n/a	n/a	n/a
자산구조(%)					
투자자본	83.2	80.4	78.6	70.3	64.2
현금+투자자산	16.8	19.6	21.4	29.7	35.8
자본구조(%)					
차입금	2.0	0.0	0.8	0.7	0.6
자기자본	98.0	100.0	99.2	99.3	99.4



대원제약 (003220)

본업(ETC)과 컨슈머 헬스케어 사업의 확대 전망

▶ Analyst 신재훈 jaehoon.shin@hanwha.com 3772-7687

Buy (신규)

목표주가(신규): 21,000원

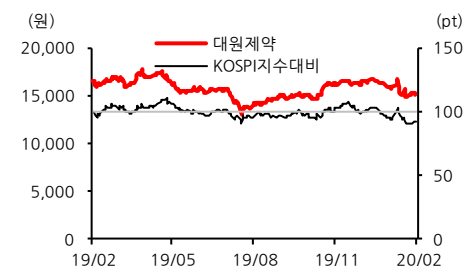
현재 주가(2/20)	15,150원
상승여력	▲38.6%
시가총액	3,067억원
발행주식수	20,244천주
52 주 최고가 / 최저가	17,727 / 13,064원
90 일 일평균 거래대금	14.52억원
외국인 지분율	26.0%
주주 구성	
백승열 (외 11 인)	38.7%
FIDELITY MANAGEMENT &	10.0%
국민연금공단 (외 1 인)	8.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.2	-6.9	8.3	-8.8
상대수익률(KOSPI)	-2.2	-10.2	-3.7	-7.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	284	316	348	385
영업이익	32	36	38	45
EBITDA	42	48	54	63
지배주주순이익	23	27	31	36
EPS	1,184	1,352	1,583	1,812
순차입금	12	46	67	86
PER	12.9	12.4	9.6	8.4
PBR	1.7	1.6	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.7	8.1	7.0	6.2
배당수익률	1.7	1.5	1.7	1.7
ROE	13.4	13.9	14.4	14.6

주가 추이



본업의 꾸준한 성장과 짜먹는 감기약 콜대원을 비롯한 컨슈머 헬스케어 사업의 확대, 그리고 투자회사 티움바이오와 R&D 협약을 통한 파이프라인 확보까지, 기업가치의 제고를 위하여 끊임없이 노력하는 대원제약의 커버리지를 개시합니다.

본업의 성장은 꾸준하다

대원제약은 정부의 영업환경 규제에도 불구하고 국내 최고수준의 영업력을 바탕으로 꾸준한 전문의약품 매출신장을 기록하는 회사이다. 2018년 발사르탄 계열품목 판매정지로 연간 약 100억원의 매출을 기록하던 엑스콤비(고혈압치료제)의 매출이 빠졌음에도 불구하고 기존 품목 및 신제품효과로 안정적인 성장을 이어가고 있다. 주요품목으로는 펠루비(해열진통제), 코대원포르테(진해거담제), 에스원엠프(위식도 역류질환), 알포콜린(퇴행성뇌기질성정신증후군), 리퍼원(고지혈증), 오티렌(위염) 등이 있으며, 2019년에는 ETC 5품목, OTC 2품목의 신제품을 출시하였다. 올해는 골다공증 치료제 포스테오의 바이오시밀러 테로사를 도입하여 판매할 예정이다.

컨슈머 헬스케어 & 파이프라인 확보

대원제약은 2017년 OTC 사업부를 신설하고 스틱형 파우치 제형의 감기약 콜대원을 런칭하였다. 이후 꾸준한 마케팅과 OTC 라인업 확충으로 소비자 인지도가 확대되면서 높은 실적 성장을 기록하고 있다. 또한 R&D 파이프라인 확보를 위해서 코스닥 상장 바이오 기업인 티움바이오의 지분 30억원을 매입하고, 자궁내막증 치료제 DW-4902에 대하여 공동개발을 진행하고 있다. DW-4902는 국내 및 독일 임상 2상을 준비 중이다.

투자의견 Buy, 목표주가 21,000원으로 커버리지 개시

대원제약에 대하여 투자의견 Buy, 목표주가 21,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2020년도 EPS에 중견제약사 평균 PER 하단인 13배를 적용하여 산정하였으며 전일 종가기준 상승여력은 +38% 이다. 2020년도 실적은 매출액 3,480억원(+10.3% YoY), 영업이익 383억원(+7.1% YoY), 당기순이익 311억원(+17.1% YoY)를 전망한다.

[표2] 대원제약의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019E	2020E
매출액	75.6	78.1	74.9	87.0	80.3	87.1	84.4	96.2	315.6	348.0
YoY(%)	7.3	11.9	17.4	9.4	6.2	11.5	12.7	10.6	11.3	10.3
ETC	59.8	61.1	59.0	68.9	63.7	68.9	66.7	76.4	248.8	275.7
YoY(%)	3.2	8.6	14.3	12.9	6.6	12.7	13.0	10.9	9.7	10.8
수탁	12.0	12.1	11.5	13.5	12.0	13.1	12.9	14.9	49.1	53.0
YoY(%)	17.0	24.2	28.7	3.2	(0.2)	8.4	12.8	10.6	16.9	7.9
수출	1.5	2.1	2.4	2.2	2.1	2.2	2.6	2.4	8.2	9.3
기타	2.3	2.8	2.1	2.4	2.5	2.9	2.2	2.5	9.6	10.1
영업이익	8.1	8.7	8.7	10.3	8.9	8.9	9.2	11.3	35.8	38.3
YoY(%)	(10.3)	11.2	17.8	38.2	9.7	2.6	6.4	9.3	12.9	7.1
OPM(%)	10.8	11.1	11.6	11.9	11.1	10.2	10.9	11.7	11.3	11.0
당기순이익	5.9	6.2	6.6	8.0	7.3	7.4	7.3	9.1	26.6	31.1
YoY(%)	(14.7)	11.6	32.1	35.4	23.7	19.9	11.5	14.5	14.2	17.1
NPM(%)	7.8	7.9	8.8	9.2	9.0	8.5	8.7	9.5	8.4	8.9

자료: 대원제약, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	263	284	316	348	385
매출총이익	151	164	180	198	222
영업이익	26	32	36	38	45
EBITDA	35	42	48	54	63
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-1	0	0	0	0
세전계속사업손익	22	31	36	42	48
당기순이익	8	23	27	31	36
지배주주순이익	8	23	27	31	36
증가율(%)					
매출액	10.4	7.7	11.3	10.3	10.5
영업이익	-13.2	19.9	12.9	7.1	17.6
EBITDA	-7.4	20.0	14.2	12.2	17.9
순이익	-58.4	186.4	14.2	17.1	14.4
이익률(%)					
매출총이익률	57.3	57.8	56.9	57.0	57.7
영업이익률	10.0	11.2	11.3	11.0	11.7
EBITDA 이익률	13.3	14.8	15.2	15.4	16.5
세전이익률	8.5	11.0	11.4	12.0	12.4
순이익률	3.1	8.2	8.4	8.9	9.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금흐름	5	41	27	40	46
당기순이익	8	23	27	31	36
자산상각비	9	10	12	15	18
운전자본증감	-21	-4	-15	-8	-9
매출채권 감소(증가)	-14	3	-5	-5	-6
재고자산 감소(증가)	1	-11	-9	-5	-6
매입채무 증가(감소)	-1	14	2	2	2
투자현금흐름	-21	-43	-53	-56	-61
유형자산처분(취득)	-15	-41	-42	-50	-55
무형자산 감소(증가)	-3	-2	-4	-4	-4
투자자산 감소(증가)	-1	3	-1	0	0
재무현금흐름	5	13	12	15	15
차입금의 증가(감소)	10	18	18	20	20
자본의 증가(감소)	-5	-5	-5	-5	-5
배당금의 지급	5	5	5	5	5
총현금흐름	43	54	52	48	55
(-)운전자본증가(감소)	16	-6	16	8	9
(-)설비투자	15	41	42	50	55
(+)자산매각	-3	-2	-4	-4	-4
Free Cash Flow	9	17	-11	-15	-13
(-)기타투자	8	13	4	1	1
잉여현금	1	4	-15	-16	-14
NOPLAT	10	24	27	29	34
(+) Dep	9	10	12	15	18
(-)운전자본투자	16	-6	16	8	9
(-)Capex	15	41	42	50	55
OpFCF	-13	-1	-20	-14	-12

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	94	104	107	117	129
현금성자산	8	16	2	1	2
매출채권	48	45	50	55	61
재고자산	36	43	51	57	63
비유동자산	130	168	212	252	294
투자자산	9	15	26	27	28
유형자산	108	134	165	203	242
무형자산	14	19	21	22	24
자산총계	224	272	318	369	424
유동부채	39	57	58	81	104
매입채무	5	19	21	23	26
유동성이자부채	10	19	21	41	61
비유동부채	20	34	58	59	60
비유동이자부채	0	9	27	27	27
부채총계	58	91	116	140	165
자본금	9	10	10	10	10
자본잉여금	10	10	10	10	10
이익잉여금	150	165	187	213	243
자본조정	-4	-4	-4	-4	-4
자기주식	-4	-4	-4	-4	-4
자본총계	166	181	202	228	259

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS	414	1,184	1,352	1,583	1,812
BPS	8,446	9,199	10,297	11,621	13,172
DPS	260	260	260	260	260
CFPS	2,182	2,735	2,620	2,428	2,803
ROA(%)	3.7	9.4	9.0	9.1	9.0
ROE(%)	5.0	13.4	13.9	14.4	14.6
ROIC(%)	6.3	13.3	12.2	10.7	10.7
Multiples(x, %)					
PER	46.3	12.9	12.4	9.6	8.4
PBR	2.3	1.7	1.6	1.3	1.2
PSR	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
PCR	8.8	5.6	6.4	6.2	5.4
EV/EBITDA	11.1	7.7	8.1	7.0	6.2
배당수익률	1.4	1.7	1.5	1.7	1.7
안정성(%)					
부채비율	35.2	50.4	57.3	61.3	63.5
Net debt/Equity	1.1	6.9	22.7	29.2	33.3
Net debt/EBITDA	5.0	29.6	96.0	124.4	136.4
유동비율	242.3	183.3	183.4	143.9	123.8
이자보상배율(배)	175.5	354.7	136.1	66.2	57.3
자산구조(%)					
투자자본	90.4	86.4	89.7	91.1	92.0
현금+투자자산	9.6	13.6	10.3	8.9	8.0
자본구조(%)					
차입금	5.7	13.4	19.2	23.0	25.4
자기자본	94.3	86.6	80.8	77.0	74.6



동국제약 (086450)

4Q19 Preview – 꾸준한 성장 전망

▶ Analyst 신재훈 jaehoon.shin@hanwha.com 3772-7687

Buy (유지)

목표주가(상향): 130,000원

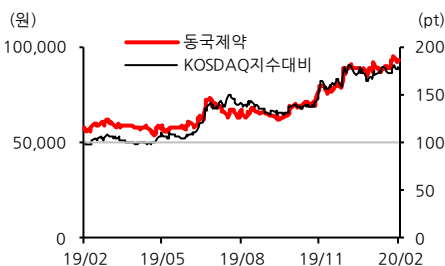
현재 주가(2/20)	91,200원
상승여력	▲42.5%
시가총액	8,110억원
발행주식수	8,892천주
52 주 최고가 / 최저가	95,200 / 54,200원
90 일 일평균 거래대금	24.76억원
외국인 지분율	29.5%
주주 구성	
권기범 (외 7 인)	46.6%
FIDELITY MANAGEMENT &	10.0%
박중훈 (외 28 인)	6.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.8	14.7	37.8	58.6
상대수익률(KOSDAQ)	3.1	9.8	25.5	67.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	401	479	546	614
영업이익	55	67	79	91
EBITDA	64	81	99	119
지배주주순이익	47	58	71	80
EPS	5.280	6.536	7.936	8.970
순차입금	-64	-70	-38	-8
PER	11.0	11.6	11.5	10.2
PBR	1.7	1.9	1.9	1.6
EV/EBITDA	7.0	7.4	7.8	6.7
배당수익률	0.9	0.7	0.6	0.6
ROE	16.3	17.1	17.7	17.0

주가 추이



토탈 헬스케어 기업 동국제약의 목표주가를 13 만원으로 상향합니다.

4Q19 Preview

동국제약의 4Q19 실적은 ETC, OTC, 헬스케어 사업부문의 고른 성장을 반영하여 매출액 1,245억원(+22.5% YoY), 영업이익 197억원(+53.7% YoY), 영업이익률 15.8%(+3.2%p YoY), 당기순이익 177억원(+21.8% YoY), 당기순이익률 14.2%(-0.1%p YoY)으로 추정하였다. 이를 반영한 2019년도 실적은 매출액 4,791억원(+19.5% YoY), 영업이익 673억원(+22.1% YoY), 영업이익률 14.0%(+0.2%p YoY), 당기순이익 596억원(+20.6% YoY), 당기순이익률 12.4%(+0.1%p YoY)로 전망한다.

사업부문별 성장 포인트

ETC는 히아론(관절염치료제), 로렐린(항암제), 벨라스트(필러), 포폴(마취제) 등의 제품을 보유하고 있다. 시장규모와 경쟁강도가 강한 순환기 제품 보다는 다양한 제품 포트폴리오와 지속적인 신제품 출시로 꾸준히 성장하고 있다. OTC는 인사돌, 마데카솔, 센시아, 판시딜 등의 시장에서 압도적인 M/S를 차지하고 있는 제품을 보유하고 있다. 브랜드 이미지로 시장 점유율은 유지하고 지속적인 가격인상이 이루어지고 있기 때문에 회사에 안정적인 수익을 가져다 준다. 헬스케어 사업부문은 화장품 라인 센틀리안의 성공적인 런칭으로 본격적인 성장을 시작하였다. 이외에도 스포테라(마사지), 마시는 콜라겐, 텐트릭스(치약), 건강기능식품 등의 포트폴리오를 확대하고 있다. 동국생명과학은 조영제 전문 법인으로 국내 조영제 시장의 20%를 차지하고 있으며, 3년 내 IPO를 계획하고 있다.

투자의견 Buy, 목표주가 130,000원으로 상향

동국제약에 대하여 투자의견을 Buy로 유지하고, 목표주가는 130,000원으로 상향한다. 목표주가는 2020년도 EPS에 중견제약사 평균 PER 상단인 16배를 적용하여 산정하였으며 전일 종가기준 상승여력은 +43%이다. 2020년도 실적은 매출액 5,460억원(+14.0% YoY), 영업이익 786억원(+16.9% YoY)으로 전망한다. 영업이익률 14.4%(+0.4%p YoY), 당기순이익 707억원(+18.5% YoY), 당기순이익률 12.9%(+0.5%p YoY)로 전망한다.

[표3] 동국제약의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019E	2020E
매출액	110.5	120.7	123.4	124.5	128.7	136.7	139.7	140.9	479.1	546.0
YoY(%)	19.2	17.2	19.3	22.5	16.5	13.2	13.2	13.2	19.5	14.0
영업이익	14.5	15.0	18.1	19.7	17.9	20.0	20.5	20.2	67.3	78.6
YoY(%)	13.9	11.6	12.1	53.7	23.1	33.9	13.1	2.9	22.1	16.9
OPM(%)	13.1	12.4	14.7	15.8	13.9	14.7	14.7	14.4	14.0	14.4
당기순이익	13.2	12.9	15.8	17.7	15.0	19.1	18.4	18.2	59.6	70.7
YoY(%)	22.8	10.3	27.2	21.8	13.7	48.1	15.9	2.7	20.6	18.5
NPM(%)	11.9	10.7	12.8	14.2	11.6	14.0	13.1	12.9	12.4	12.9

자료: 동국제약, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	355	401	479	546	614
매출총이익	209	238	288	329	371
영업이익	50	55	67	79	91
EBITDA	57	64	81	99	119
순이자손익	1	2	2	3	3
외화관련손익	-3	2	1	0	0
지분법손익	1	-2	1	1	1
세전계속사업손익	53	63	76	90	102
당기순이익	41	49	60	71	80
지배주주순이익	40	47	58	71	80
증가율(%)					
매출액	14.6	13.0	19.5	14.0	12.5
영업이익	6.7	10.1	22.1	16.9	15.8
EBITDA	9.0	11.8	26.9	21.9	20.0
순이익	0.4	21.0	20.6	18.5	13.0
이익률(%)					
매출총이익률	59.0	59.4	60.1	60.2	60.4
영업이익률	14.1	13.8	14.0	14.4	14.8
EBITDA 이익률	16.2	16.0	17.0	18.2	19.4
세전이익률	14.9	15.7	15.9	16.5	16.6
순이익률	11.5	12.3	12.4	12.9	13.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금흐름	29	33	69	75	91
당기순이익	41	49	60	71	80
자산상각비	7	9	14	21	28
운전자본증감	-17	-22	-4	-15	-16
매출채권 감소(증가)	-10	-2	-4	-16	-17
재고자산 감소(증가)	-1	-10	-7	-9	-10
매입채무 증가(감소)	-6	-2	4	10	10
투자현금흐름	-17	-91	-56	-105	-118
유형자산처분(취득)	-11	-75	-54	-103	-116
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-3	-13	-3	-2	-2
재무현금흐름	-3	56	-4	-5	-5
차입금의 증가(감소)	-4	45	0	0	0
자본의 증가(감소)	-4	8	-5	-5	-5
배당금의 지급	4	5	5	5	5
총현금흐름	60	66	81	91	107
(-)운전자본증가(감소)	20	10	3	15	16
(-)설비투자	12	75	54	103	116
(+)자산매각	0	1	0	0	0
Free Cash Flow	29	-19	24	-27	-25
(-)기타투자	1	14	1	0	0
잉여현금	28	-33	23	-28	-25
NOPLAT	39	43	53	62	71
(+) Dep	7	9	14	21	28
(-)운전자본투자	20	10	3	15	16
(-)Capex	12	75	54	103	116
OpFCF	15	-33	10	-36	-32

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	271	300	324	317	315
현금성자산	107	119	129	96	67
매출채권	111	114	122	138	155
재고자산	51	64	70	79	89
비유동자산	102	180	228	311	400
투자자산	28	35	39	40	42
유형자산	69	141	185	267	355
무형자산	4	4	4	4	4
자산총계	373	480	552	629	715
유동부채	80	92	106	116	127
매입채무	58	63	73	82	93
유동성이자부채	10	15	17	17	17
비유동부채	14	56	59	59	60
비유동이자부채	0	40	42	42	42
부채총계	94	149	164	175	187
자본금	22	23	23	23	23
자본잉여금	5	14	14	14	14
이익잉여금	240	278	332	398	473
자본조정	-2	-2	-2	-2	-2
자기주식	-3	-3	-3	-3	-3
자본총계	279	332	388	454	529

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS	4,454	5,280	6,536	7,936	8,970
BPS	29,683	34,603	40,507	47,797	56,103
DPS	520	520	520	520	520
CFPS	6,765	7,463	9,109	10,029	11,873
ROA(%)	11.3	11.0	11.3	12.0	11.9
ROE(%)	15.8	16.3	17.1	17.7	17.0
ROIC(%)	25.4	21.3	19.2	17.2	15.5
Multiples(x, %)					
PER	14.2	11.0	11.6	11.5	10.2
PBR	2.1	1.7	1.9	1.9	1.6
PSR	1.6	1.3	1.4	1.5	1.3
PCR	9.4	7.8	8.3	9.1	7.7
EV/EBITDA	8.1	7.0	7.4	7.8	6.7
배당수익률	0.8	0.9	0.7	0.6	0.6
안정성(%)					
부채비율	33.6	44.8	42.3	38.6	35.3
Net debt/Equity	-34.6	-19.3	-18.0	-8.3	-1.5
Net debt/EBITDA	-168.5	-99.5	-85.9	-37.9	-6.6
유동비율	338.2	325.3	307.2	274.1	248.5
이자보상배율(배)	209.1	133.4	403.6	n/a	n/a
자산구조(%)					
투자자본	54.8	61.0	64.9	74.9	82.5
현금+투자자산	45.2	39.0	35.1	25.1	17.5
자본구조(%)					
차입금	3.4	14.3	13.1	11.4	10.0
자기자본	96.6	85.7	86.9	88.6	90.0

[Compliance Notice]

(공표일: 2020년 2월 21일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (신재훈)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼진제약 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

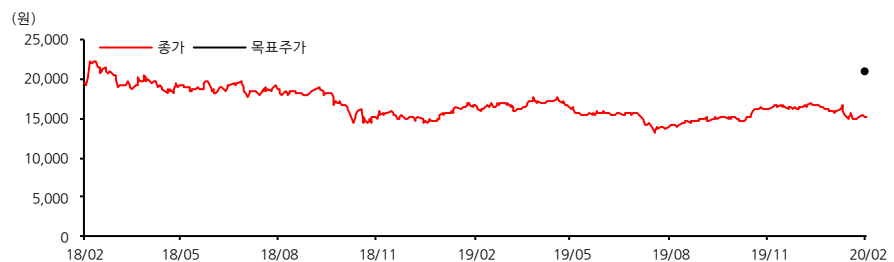
일 시	2020.02.21	2020.02.21				
투자의견	담당자변경	Buy				
목표가격	신재훈	40,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.02.21	Buy	40,000		

[대원제약 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2020.02.18	2020.02.21				
투자의견	담당자변경	Buy				
목표가격	신재훈	21,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.02.19	Buy	21,000		

[동국제약 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2019.11.29	2019.11.29	2020.02.21		
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy		
목표가격		신재훈	110,000	130,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.11.29	Buy	110,000	-21.12	-13.45
2020.02.21	Buy	130,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2019년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%